

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPUTUSAN INVESTASI,  
KEPUTUSAN PENDANAAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA NILAI  
PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Gede Eka Ferry Ananta<sup>1</sup>  
I Made Sadha Suardikha<sup>2</sup>  
Ni Made Dwi Ratnadi<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
Email.: gekafeta@gmail.com

**ABSTRAK**

Nilai perusahaan adalah kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran atas kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan, yang telah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan manajerial, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan 2012. Metode pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* sehingga diperoleh 35 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dengan 128 pengamatan.

Data dianalisis dengan menggunakan regresi linier berganda. Model regresi telah lulus uji asumsi klasik. Hasil analisis menunjukkan bahwa keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh pada nilai perusahaan sedangkan kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

**Kata kunci:** *Kepemilikan Manajerial, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan.*

**ABSTRACT**

*A firm value is a particular condition which has been achieved by a company as an overview of society belief of firm that has through a process of activities for several years, namely since the company was established until the present. This research aims to examine the effect of managerial ownership, investment decisions, financing decisions, and dividend policy on the firm value in Indonesia Stock Exchange from 2009 until 2012. The selecting sample method is using purposive sampling thus obtained 35 firms of the sample total number within 128 observations.*

*This data is analyzed by using a multiple linear regression analysis. Meanwhile the regression model has been examined by a classical assumption of regression analysis. In conclusion the analysis result showed that the investment decision and financing decision affect the firm value however, managerial ownership and dividend policy do not affect the firm value.*

**Keywords:** *Managerial Ownership, Investment Decisions, Financing Decisions, Dividend Policy, and Firm Value*

## PENDAHULUAN

Perkembangan dunia bisnis yang dinamis saat ini semakin kompetitif, hal ini terlihat dari semakin banyaknya muncul perusahaan pesaing yang memiliki keunggulan kompetitif yang baik. Banyaknya pesaing bisnis yang muncul mengakibatkan terjadinya dinamika bisnis yang berubah-ubah. Dinamika bisnis yang berubah-ubah tersebut menyebabkan banyak perusahaan membutuhkan tambahan modal untuk lebih mengembangkan usahanya agar dapat bertahan dalam ketatnya persaingan bisnis. Sumber pemodalan tersebut dapat diperoleh dengan berbagai cara diantaranya adalah dengan investasi dan pembiayaan dari internal (ekuitas) atau eksternal (liabilitas) perusahaan sehingga kegiatan operasional perusahaan dapat berjalan dengan baik.

Salah satu cara agar perusahaan memperoleh tambahan sumber modal adalah menjadi perusahaan yang *go public* dengan menerbitkan saham baru yang diperjualbelikan di bursa efek, akan tetapi tidak mudah untuk menarik modal melalui investasi, mengingat adanya perbedaan karakteristik (preferensi) para investor dalam menilai sebuah investasi, sehingga laporan keuangan dijadikan referensi bagi investor sebagai pertimbangan berinvestasi di pasar modal serta investor dapat menilai harga saham yang sesuai perusahaan tersebut. Harga saham akan mencerminkan semua informasi yang relevan pada pasar modal yang efisien. Selain itu, pasar akan bereaksi apabila terdapat informasi baru.

Krisis finansial global mulai muncul sejak bulan Agustus 2007. Krisis keuangan dunia ini berimbas pada perekonomian Indonesia. Hal ini bisa terlihat dari gejolak di pasar modal dan pasar uang. Hal ini dibuktikan dengan terkoreksi turunnya harga saham 40 sampai 60 persen dari posisi awal tahun 2008 yang disebabkan oleh aksi melepas saham oleh investor asing serta investor domestik. Kondisi tersebut berdampak pada nilai perusahaan yang tercermin dari turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada bulan Desember 2008 ditutup pada

level 1.355,408 poin. Indeks ini terpangkas separuhnya dari indeks yang ditutup pada tahun 2007 yaitu pada level 2.745,826 poin.

Seiring dengan berjalannya pemulihan ekonomi di dunia, para investor mulai membeli saham di tahun 2009. Hal ini dikarenakan investor yakin dengan prospek ekonomi dunia yang lebih baik. Ini ditunjukkan dengan meningkatnya kembali IHSG tahun 2009 yang ditutup pada level 2.534,356 poin (*Indonesia Stock Exchange*, 2010). Membaiknya IHSG tersebut disebabkan setiap perusahaan dituntut untuk selalu memberikan kemampuan yang terbaik bagi seluruh pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan itu sendiri baik pihak internal maupun pihak eksternal sesuai dengan tujuan perusahaan.

#### **KAJIAN PUSTAKA**

Fama (1978) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan *go public* adalah berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ross *et al.* (2008) juga menyatakan bahwa untuk mensejahterakan pemilik perusahaan maka perusahaan harus meningkatkan nilai perusahaan. Meningkatkan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan adanya kerjasama yang baik antara manajemen perusahaan dengan pihak pemegang saham dalam membuat keputusan-keputusan keuangan perusahaan. Kondisi yang ada adalah dalam penyatuan kepentingan kedua pihak tersebut sering kali menimbulkan masalah agensi (*agency problem*). Adanya *agency problem* akan menyebabkan tidak tercapainya tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan berbagai macam kebijakan, salah satunya dapat dicapai melalui kepemilikan manajerial. Menurut Rachmawati dan Triatmoko (2006), adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Kepemilikan manajerial kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Optimalisasi nilai perusahaan yang dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, di mana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan

(Fama, 1978).

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan perusahaan. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan di masa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat oleh perusahaan. Hasnawati (2005) menyatakan bahwa keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan investasi harus dievaluasi dan dihubungkan dengan risiko dan hasil yang diharapkan.

Apabila dikaitkan dengan *agency theory*, agen diberikan mandat oleh *shareholder (principal)* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan prinsipal dan agen itu sendiri sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kinerja perusahaan yang berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Agen akan berusaha memberikan keputusan-keputusan yang bermanfaat bagi perusahaannya, seperti keputusan dalam menginvestasikan modal ke dalam usulan-usulan investasi yang memiliki prospek menguntungkan bagi perusahaan kedepannya.

Keputusan investasi nantinya akan berdampak pada sumber dan pembiayaannya dimana sumber pendanaan tersebut dapat diperoleh dari internal berupa laba ditahan maupun eksternal perusahaan berupa utang atau penerbitan saham baru. Perusahaan akan cenderung menggunakan pendanaan internal dahulu untuk membayar dividen dan apabila memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menggunakan hutang sebelum penerbitan saham baru (Myers, 1984).

Penetapan kebijakan dividen perusahaan nantinya akan berdampak pada risiko perusahaan dan akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian Gordon (1963) menemukan bahwa nilai saham ditentukan oleh *present value* dari dividen yang diterima investor saat ini dan dimasa mendatang. Pada kebijakan dividen yang dibayar tinggi (*bird in the hand theory*) dikatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi risiko, selanjutnya apabila perusahaan mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham tentunya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Adanya kecenderungan harga saham

naik jika ada pengumuman kenaikan dividen dan harga saham turun jika ada pengumuman penurunan dividen sehingga pembayaran dividen bisa menimbulkan risiko bagi perusahaan. Jadi penetapan kebijakan yang salah akan menimbulkan risiko bagi perusahaan dan selanjutnya akan berdampak pada nilai perusahaan.

Berdasarkan latar belakang, landasan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada nilai perusahaan..

H<sub>2</sub>: Keputusan investasi berpengaruh positif pada nilai perusahaan

H<sub>3</sub>: Keputusan pendanaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

H<sub>4</sub>: Keputusan deviden berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini dilakukan PT. Bursa Efek Indonesia. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2009 hingga 2012. Alasan peneliti menggunakan periode tahun 2009 sampai dengan 2012 adalah untuk menganalisis lebih lanjut perkembangan pasar modal di Indonesia pasca krisis global di tahun 2008 dan periode penelitian selama empat tahun juga diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai keadaan yang sebenarnya dari permasalahan yang ingin diteliti.

Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai 2012. Teknik dalam pemilihan sampel yang digunakan adalah menggunakan teknik pemilihan sampel non acak (*purposive sampling*) dengan kriteria sebagai berikut:

- 1) Perusahaan telah mendaftarkan sahamnya dan masih aktif pada Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan 2012.
- 2) Data-data perusahaan yang berkaitan dengan variabel penelitian tersedia lengkap dari tahun 2009 sampai dengan 2012 sehingga dapat diketahui kepemilikan saham, perkembangan laba, utang, dan dividen yang dibagikan perusahaan dari tahun ke

tahun.

- 3) Perusahaan tidak mengalami kerugian selama tahun 2009 sampai dengan 2012 karena angka laba negatif menjadi tidak bermakna.
- 4) Perusahaan membagikan dividen kas berturut-turut dari tahun 2009, 2010, 2011, dan 2012 untuk mengetahui konsistensi harga saham perusahaan yang membagikan dividen.

Populasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 456 perusahaan, diperoleh 35 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian, dengan total observasi sebesar 140 amatan dari tahun 2009 sampai dengan 2012 yang memenuhi kriteria. Berikut ini disajikan proses penentuan sampel penelitian pada Tabel 1.

**Tabel 1**

**Proses Penentuan Sampel Penelitian**

| Kriteria | Keterangan   | Jumlah |
|----------|--|--------|
|          | Populasi dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia                            | 456    |
|          | Perusahaan telah non aktif ( <i>delisted</i> ) di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai 2012 | -54    |
| 1        | Perusahaan telah mendaftarkan sahamnya dan masih aktif pada Bursa Efek Indonesia                   | 402    |
|          | Keterbatasan data perusahaan yang berkaitan dengan variabel penelitian                             | -339   |
| 2        | Ketersediaan secara lengkap data perusahaan yang berkaitan dengan variabel penelitian              | 63     |
|          | Perusahaan mengalami kerugian selama tahun 2009 sampai dengan 2012                                 | -28    |
| 3        | Perusahaan tidak mengalami kerugian selama tahun 2009 sampai dengan 2012                           | 35     |
|          | Perusahaan yang tidak membagikan dividen kas berturut-turut dari tahun 2009 sampai 2012            | 0      |
| 4        | Perusahaan membagikan dividen kas berturut-turut dari tahun 2009 sampai 2012                       | 35     |

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2014

Teknik analisis data yang digunakan dalam pengujian hipotesis pada penelitian ini adalah regresi linear berganda. Uji hipotesis, dilakukan apabila telah memenuhi syarat lolos uji asumsi klasik (uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas).

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Saat dilakukannya uji asumsi klasik, uji normalitas dan uji heteroskedastisitas tidak memenuhi syarat asumsi klasik. Adanya permasalahan tersebut diatasi dengan melakukan uji data *outlier* dengan mengamati nilai *Z score*. Apabila nilai *Z score* lebih besar dari tiga atau lebih kecil dari minus tiga, berarti data dikategorikan *outlier*. Berdasarkan nilai *Z score* ditemukan sebanyak 12 pengamatan *outlier*, hasil tersebut disajikan pada Tabel 2. Jumlah data yang dianalisis dalam penelitian ini sebanyak 128 pengamatan.

**Tabel 2**  
**Data Outlier**

| Tahun | Kode | Nama Perusahaan                     |
|-------|------|-------------------------------------|
| 2009  | BBCA | PT. Bank Central Asia Tbk.          |
|       | ASRM | PT. Asuransi Ramayana Tbk.          |
| 2010  | ASRM | PT. Asuransi Ramayana Tbk.          |
| 2011  | ASII | PT. Astra International Tbk.        |
|       | SDRA | PT. Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk. |
|       | ASRM | PT. Asuransi Ramayana Tbk.          |
|       | JTPE | PT. Jasuindo Tiga Perkasa Tbk.      |
|       | SCMA | PT. Surya Citra Media Tbk.          |
| 2012  | ASII | PT. Astra International Tbk.        |
|       | BBCA | PT. Bank Central Asia Tbk.          |
|       | SDRA | PT. Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk. |
|       | ASRM | PT. Asuransi Ramayana Tbk.          |

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2014

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu model regresi harus memenuhi uji asumsi klasik. Tabel 3 menyajikan ringkasan hasil uji asumsi klasik.

**Tabel 3**  
**Ringkasan Uji Asumsi Klasik**

| Keterangan/<br>Variabel | Uji<br>Normalitas | Uji Autokorelasi | Uji Multikolinearitas |       | Uji<br>Heteroskedastisitas |
|-------------------------|-------------------|------------------|-----------------------|-------|----------------------------|
|                         |                   |                  | <i>Tolerance</i>      | VIF   | Sig.                       |
| INSDRit                 |                   |                  | 0,884                 | 1,131 | 0,107                      |
| MBVA                    |                   |                  | 0,766                 | 1,306 | 0,167                      |

|                              |        |                       |       |       |        |
|------------------------------|--------|-----------------------|-------|-------|--------|
| <b>DER</b>                   |        |                       | 0,883 | 1,132 | 0,266  |
| <b>DPR</b>                   |        |                       | 0,868 | 1,153 | 0,152  |
| <b>Asymp. Sig (2-tailed)</b> | 0,165  |                       |       |       |        |
| <b>dw</b>                    |        | 2,074                 |       |       |        |
| <b>Syarat Lolos</b>          | > 0,05 | 1,759 < 2,074 < 2,241 | > 0,1 | < 10  | > 0,05 |

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2014

Pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa seluruh uji asumsi klasik telah terpenuhi. Setelah semua uji asumsi klasik terpenuhi, selanjutnya adalah melakukan uji regresi linear berganda. Hasil uji regresi linear berganda dapat dilihat pada Tabel 4.

**Tabel 4**  
**Ringkasan Hasil Uji Regresi Linear Berganda**

| Variabel             | Unstandardized Coefficients |            | t      | Sig.  |
|----------------------|-----------------------------|------------|--------|-------|
|                      | $\beta$                     | Std. Error |        |       |
| <b>INSDRit</b>       | -0,963                      | 0,592      | -1,627 | 0,106 |
| <b>MBVA</b>          | 1,575                       | 0,062      | 25,475 | 0,000 |
| <b>DER</b>           | 0,166                       | 0,03       | 5,607  | 0,000 |
| <b>DPR</b>           | -0,252                      | 0,162      | -1,556 | 0,122 |
| <b>Konstanta</b>     |                             |            |        | 0,513 |
| <b>Sig. F</b>        |                             |            |        | 0,000 |
| <b>Adj. R Square</b> |                             |            |        | 0,863 |

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2014

Nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,863 memiliki arti bahwa 86,3 persen variabel bebas yang digunakan mampu menjelaskan variasi variabel terikat sedangkan sisanya sebesar 13,7 persen dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Hasil uji F memiliki nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ , maka model penelitian layak digunakan.

Koefisien ( $\beta_1$ ) kepemilikan manajerial sebesar (-0,963) dengan tingkat signifikansi nilai t sebesar 0,106 lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 tidak diterima. Hal ini berarti persentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Rendahnya kepemilikan manajerial mengakibatkan manajerial cenderung mementingkan kepentingan pribadi,



bukan berdasarkan pada maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan, sehingga sering terjadi pertentangan kepentingan antara manajerial dan pemegang saham. Kondisi ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Hal tersebut menimbulkan dua permasalahan dalam hubungan keagenan (*agency conflict*), pertama masalah kompensasi manajerial, kedua adalah masalah asimetri informasi.

Koefisien ( $\beta_2$ ) keputusan investasi sebesar (1,575) dengan tingkat signifikansi nilai t sebesar 0,000 lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 diterima.. Hal ini berarti keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) dalam melakukan investasi dapat memberikan dampak bagi pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa mendatang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Koefisien ( $\beta_3$ ) keputusan pendanaan sebesar (0,166) dengan tingkat signifikansi nilai t sebesar 0,000 lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 diterima. Hal ini berarti keputusan yang berkaitan dengan pendanaan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu cara meningkatkan pendanaan adalah dengan melalui pinjaman dari kreditur. Pendanaan dengan cara ini bisa menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dan manajemen. Ini disebabkan karena manajemen cenderung tidak akan melakukan pemborosan sehingga terjadi penurunan *excess cash flow*. Selain itu, Wijaya, dkk (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang akan membayar bunga pinjaman yang mampu mengurangi penghasilan kena pajak sehingga dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham (*tax deductible effect*). Jika peningkatan pendanaan perusahaan dengan penerbitan saham baru atau laba ditahan, maka risiko keuangan perusahaan semakin kecil (De Angelo dan Masulis, 1980). Risiko yang kecil tersebut juga berdampak pada menurunnya nilai perusahaan, apabila perusahaan yang menambah pendanaan dengan cara mengeluarkan saham baru maka penambahan saham yang ditawarkan dapat menurunkan harga saham yang akan berpengaruh pada

nilai perusahaan.

Koefisien ( $\beta_4$ ) kebijakan dividen sebesar (-0,252) dengan tingkat signifikansi nilai t sebesar 0,122 lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 4 tidak diterima. Hal ini berarti kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *tax differential theory/ tax preference* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979). Teori ini menyatakan bahwa pendapatan yang relevan bagi investor adalah pendapatan setelah pajak baik bagi dividen maupun *capital gain*. Jika *capital gain* dikenakan tarif pajak lebih rendah dibandingkan pajak dividen, maka investor lebih tertarik untuk mendapatkan *capital gain*. Hal ini disebabkan beberapa faktor, pertama investor yang menerima dividen akan lebih memilih menanamkan kembali labanya dengan harapan harga saham akan meningkat sehingga *capital gain* dengan pajak rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi. Kedua, pajak atas *capital gain* tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual sehingga dapat menunda pembayaran pajak, selain itu seorang ahli waris juga tidak dikenakan pajak atas *capital gain* tersebut. Teori tersebut juga didukung oleh kebijakan pajak yang berlaku di Indonesia. Undang-Undang Republik Indonesia No. 36 tahun 2008 menjelaskan tentang pajak penghasilan atas dividen sebesar 10 persen atas wajib pajak pribadi (pasal 17 ayat 2c), sebesar 15 persen untuk wajib pajak badan dalam negeri (pasal 23 ayat 1), dan 20 persen untuk wajib pajak (investor) luar negeri (pasal 26 ayat 1), sementara pajak transaksi adalah sebesar 0,1 persen (pasal 4 ayat 2 berdasarkan PP No. 4 Tahun 1995) yang berlaku untuk transaksi saham (*capital gain/loss*). Hal ini berarti pajak dari dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain* sehingga *capital gain* lebih disukai bagi investor, oleh sebab itu kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pemaparan hasil analisis sebelumnya, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh pada

nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa setiap keputusan yang menyangkut investasi yang memiliki prospek bagi perusahaan dan keputusan yang menyangkut pendanaan perusahaan direspon baik oleh pasar sehingga berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan kepemilikan manajerial yang masih rendah disinyalir belum sejajarnya kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*). Selain itu, kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai perusahaan diduga karena adanya kebijakan perusahaan dalam mengalokasikan dana yang diperoleh dari laba ditahan untuk kegiatan investasi ataupun memperkuat pendanaan perusahaan sehingga dividen yang dibagikan relatif kecil. Adanya perbedaan pajak dividen dan *capital gain* yang tinggi juga berdampak tidak berpengaruhnya kebijakan dividen pada nilai perusahaan.

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan sehingga masih perlu untuk disempurnakan. Saran-saran yang dapat disampaikan adalah sebagai berikut:

- 1) Penelitian selanjutnya, dapat mempertimbangkan untuk memasukan analisis teknikal yang berdasarkan pada data-data pasar di masa lalu sebagai salah satu cara dalam mengambil keputusan investasi khususnya bagi keputusan investasi jangka pendek yang berdampak pada nilai perusahaan.
- 2) Bagi penelitian selanjutnya dapat menambah atau mengganti dengan variabel lain, seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kepemilikan institusional.

## REFERENSI

- De Angelo, H., dan R. W. Masulis. 1980. Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Finance* 35 (May 2): 453-464.
- Fama, E. F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*, 68: 272-28.
- Ghozali, I. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Edisi 6. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gordon, M J., Optimal Investment and Financing, *Journal of Finance*, May 1963, p 264--272.
- Hasnawati, Sri. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ, *Usahawan*, Nomor 9 Tahun XXXIV, September 2005.
- Indonesia Stock Exchange. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia 2010*.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
- Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, K. 1979. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of financial economics*, Vol. 7, p.163-195.
- Myers, S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal Financial Economics*, 5:147-175.
- Myers, S. C., dan N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13:187-221.
- Rachmawati, Andri dan Triatmoko, Hanung. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. Universitas Sebelas Maret (UNS).
- Ross, SA, Westerfield, RW, Jaffe, J, dan Jordan, BD. 2008. *Modern Financial Management*. McGraw-Hill International Edition.
- Sugiyono. 2009. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 38 Tahun 2008. <http://www.pajak.go.id/dmdocuments/UU-36-2008.pdf>.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo, dan Wibawa, Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010*.